



9月號
2023年

資產縱橫 投資策略

本月主題

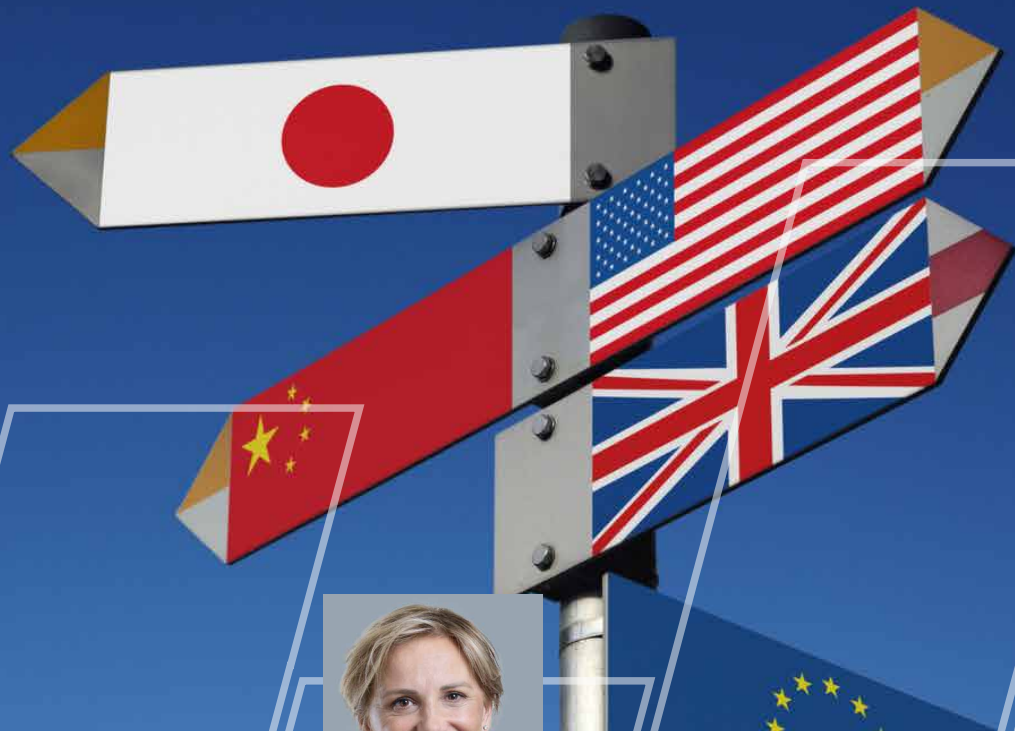
隨着政策支持的消退, 需密切關注歐元區經濟

環球投資觀點

分歧依然存在: 美國的韌性與中國的疲軟

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
東方匯理投資研究所所長

「中國經濟增長評級下調、美國經濟衰退風險以及歐洲增長乏力將進一步意味着歐洲央行和聯儲局在消除最後一波通脹的努力中仍將依賴數據。」



Vincent MORTIER
集團投資總監

「目前的不對稱風險/回報狀況並不會增加風險。相反,投資者應保持平衡,尋找有關確認經濟方向的訊號。」



Matteo GERMANO
集團副投資總監

「在新興市場方面,受美國和中國經濟放緩影響較小的市場(例如印度)受到青睞。這種分散化情況可能為投資者創造機會。」



2023年9月

目錄



本月主題

4

隨着政策支持的消退, 需密切關注歐元區經濟

環球投資觀點

6

投資總監的觀點

6

分歧依然存在: 美國的韌性與中國的疲軟

三大熱點問題

8

資產類別觀點

9

宏觀經濟及金融市場預測

13



隨着政策支持的消退， 需密切關注歐元區經濟

關鍵要點: 財政政策支援的減少可能會限制內需，而長期較高的利率將使貨幣政策更加嚴格。



Mahmood PRADHAN

東方匯理投資研究所環球宏觀
經濟部主管

歐元區經濟在過去三個季度陷入停滯，但由於一兩個較小國家出現強勁的特殊增長，第二季略有正增長。與德國和意大利等較依賴製造業和出口的國家相比，法國和西班牙等較依賴服務業的國家表現較好。儘管如此，軟數據和領先指標表明服務業不太可能保持彈性。初步採購經理人指數 (PMI) 數據顯示，需求疲軟正在蔓延至服務業，儘管現階段經濟活動並未收縮，而是陷入停滯。前瞻性就業指標——新工作崗位的薪資水平——亦顯示勞動力市場實力有所放緩。然而，就業依然強勁，這應該會支撐近期的需求。

1. 財政支援的減少將使本已疲軟的內需變本加厲。

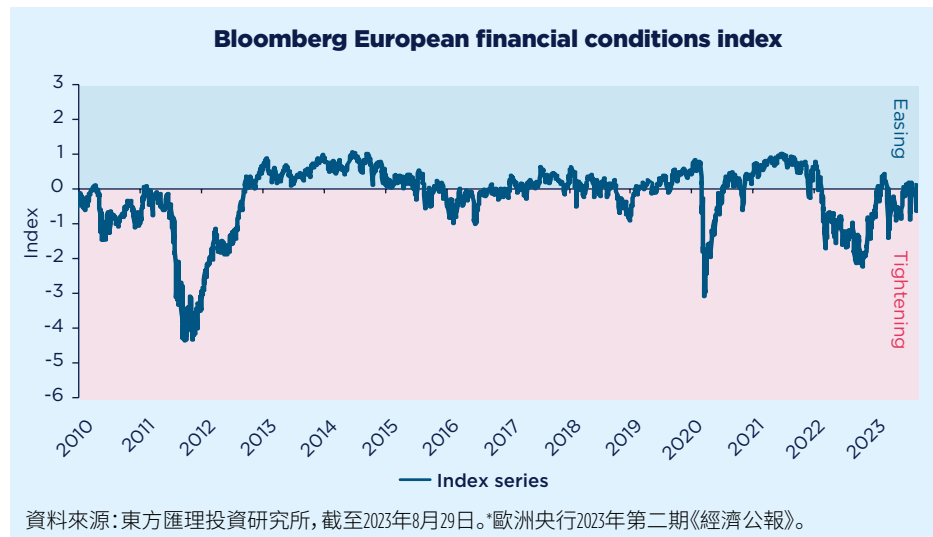
2022年和2023年，與能源相關的財政支援措施約佔GDP的2% (歐洲央行估計*)，但明年，我們預計這種支援將會減少，並且隨着財政規則的回歸，整體財政支援應會將整個歐元區的平均增長率減至低於1% (歐洲央行估計*)。



Annalisa USARDI——CFA

東方匯理投資研究所高級經濟師

此外，由於歐洲央行預計要到2025年某個時候才能達到通脹目標，因此貨幣政策可能在2024年的大部分時間內保持限制性。強勁的勞動力市場支撐了消費，但近期名義工資增長的強勁增長不足以彌補2021年以來實際薪酬的損失。由於薪資增長預計將放緩，過剩儲蓄存量將減少，隨着信貸條件收緊，消費將繼續低迷，不會成為私人需求增長的來源。





「今年支撐需求的因素明年都不會再有同樣的支持。」

此外，由於需求疲軟、資本成本上升和信貸環境收緊，預計投資亦會下降。歐盟對綠色轉型和「下一代歐盟」復甦基金 (NGEU) 計劃給予更多支持將提供一些刺激效應，但短期內不會產生實質影響。由於環球增長放緩，外部需求將加劇國內疲軟。環球貿易可能會進一步疲軟，在2022年基本持平後，第四季同比增長將降至1.4%以下，明年第四季同比增長將小幅恢復至2.6%，仍低於2000年代初以來3.5%以上的長期平均。由於有利的基數效應，整體通脹率有所下降，但隨着近期油價上漲，今年剩餘時間通脹放緩的幅度應該會更加溫和。核心通脹仍將保持黏性，特別是在服務業通脹仍遠高於央行目標水準的情況下。我們預計第四季度核心通脹率將保持在接近目前4.5%左右的水平。

2. 隨着政策支持減弱，歐元區經濟增長分歧將縮小

在這次復甦期間，四個主要國家的內需存在顯著差異，但隨着國家特定因素預計將得到解決，政策緊縮變得更加統一，我們預計這些增長差異將縮小，並逐步趨於低迷並低於季度水平。增長模式的改變，導致2024年年均增長率低於1%，有些國家的下行風險更為明顯。在國家層面，我們預期德國將在四個主要國家中表現最弱。德國和整個歐洲將不得不重新調整對中國的較低增長預期（中國為德國第二重要出口目的地，亦是德國製造業的主要供應國）。但德國亦面臨能源依賴的挑戰。在其他主要國家方面，意大利受益於政府的投資獎勵措施、出口復甦以及與過去十年來最低失業率相關的消費彈性。但政策環境收緊以及歐元區內外重要貿易夥伴的外部需求下降將導致經濟增長大幅放緩。由於外部需求疲軟，法國的經濟增長亦將低於趨勢水平，但我們預計通脹仍將受到控制，並可能避免2024年出現衰退。在歐元區四個主要國家中，西班牙在追趕疫情前水平方面一直落後；我們預計，與同儕相比，今年剩餘時間的季度增長將更為強勁，但由於融資環境收緊和能源價格支援措施的取消，明年的環境將更具挑戰性。



Valentine AINOUS
東方匯理投資研究所環球固定收益策略部主管

歐洲央行將繼續保持鷹派立場

我們預計歐洲央行將繼續保持鷹派立場。歐洲央行面臨兩難：通脹與增長。央行面臨的問題是：(1) 通脹是否仍過高而無法冒停止緊縮的風險，或者 (2) 經濟是否已經疲軟到足以抑制物價上漲。

事實上，歐元區的前景正在迅速惡化，信貸環境收緊，高通脹持續拖累需求。然而，應對通脹的工作尚未完成。通脹雖已從峰值回落，卻仍然過高，儘管通脹的驅動因素正在發生變化。外部通脹因素正在緩解，國內因素成為歐元區通脹的主要驅動力。

歐洲央行正在密切關注薪資上漲和利潤率的強勢。央行表示，勞動成本上漲是上調通脹預期的主要原因。



分歧依然存在： 美國的韌性與中國的疲軟



Vincent MORTIER
集團投資總監

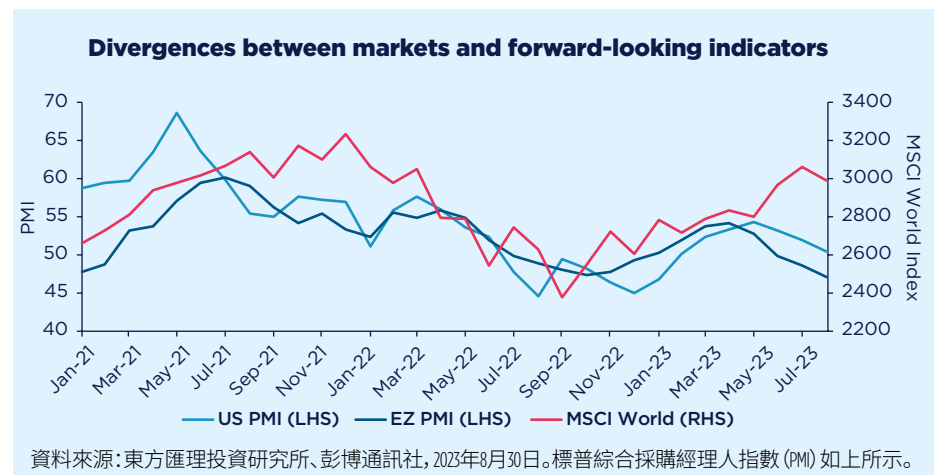


Matteo GERMANO
集團副投資總監

八月份，風險資產回吐部分漲幅後收盤持平，而十年期美國國債收益率則觸及15年新高。一方面，在財政誘因和商業投資的支持下，美國展現出經濟韌性。然而，市場情緒受到中國經濟增長放緩的影響，我們將2023年的增長預測從5.1%下調至4.9%。

重要的是，歐美的前瞻性指標顯示經濟即將減速。這些因素均導致踏入秋季的能見度較低，我們看到以下因素影響環球經濟：

- **儘管我們上調了2023年美國增長預測**，從1.6%上調至2.1%，我們仍然認為，由於金融狀況收緊和超額儲蓄減少的滯後效應，第一季可能出現（溫和）衰退。然而，商業投資可能會對我們減速的消費情境提出挑戰。
- **終端利率和通脹動態**。我們認為聯儲局5.5%的利率預測有上行風險。需要更明確服務業和核心通脹的方向來確認下行路徑。
- **歐洲經濟增長乏力**。今年區域層級的經濟衰退可能會避免，但各國之間可能會出現分歧：限制性的政策、財政支援減少、需求減弱。
- **中國正在轉向更緩慢、可持續的增長模式**，鑑於政府願意接受短期的痛苦，以獲得較佳的長期增長質素。這將影響歐洲和其他新興市場。





「目前的不對稱風險/
回報狀況並不會增加風
險。相反,投資者應保持
平衡,尋找有關確認經濟
方向的訊號。」

投資者可以謹慎地探索這些資產類別:

- **資產縱橫。**盈利和經濟背景的不確定性仍然要求投資者對美國和歐洲股市持謹慎立場,但我們對新興市場持樂觀態度。在金融投資方面,收益率的上升使我們對美國久期持樂觀態度,並受到一定程度的保護,但在估值緊張的情況下,我們對美國高收益債券持防禦態度。然而,我們看好部分新興市場地方債務,並且在最近降息後對巴西利率的看法略為樂觀。這亦可以分散我們對雷亞爾兌美元外匯的樂觀態度,我們現在對此更加積極。整體而言,我們認為有必要維持對股市的對沖和對黃金的正面立場,同時接受黃金上漲空間有限。
- **固定收益。**流動性動態正在發生變化,在政府公債發行量很高的情況下,聯儲局從量化寬鬆轉向放緩量化緊縮的支持有限。由於收益率在經濟活動、央行政策和政府債務消息之間波動,這種供需不匹配的情況正在影響市場。**我們在久期方面保持主動**,對美國持略正面的立場,對歐洲持接近中立/略微謹慎的立場。在信貸方面,我們對高收益債券持防禦態度,但區分高低品質。相反,我們喜歡有足夠資本緩衝和現金流的投資級債券。
- **儘管近期有所回調,美國和歐盟股市仍顯示出高估值。**風險狀況是不對稱的,因為目前上漲空間有限,因為大多數好消息(軟著陸)已經被定價。如果我們的溫和衰退情景出現,這可能對股市,尤其是美國大盤股、增長型和科技股不利。另一方面,我們喜歡上行較多由盈利增長而非倍數擴張驅動的細分市場和業務。我們喜歡市場上的價值和優質投資,但保持慎選的視角。
- **新興市場帶來機遇,特別是在拉丁美洲和亞洲。**雖然有些地區會受到中國經濟放緩的影響,但我們強調關注巴西、印度、印尼等國家的重要性。硬通貨債務具有較高的利差,我們認為高收益存在反彈的空間。我們亦看好本地貨幣債務,並對拉丁美洲出口國保持正面看法。然而,我們對中國股市的看法轉向中性,但與印度股市一樣,對巴西股市的看法較為樂觀。整體而言,自下而上的焦點很重要。

Overall risk sentiment

Risk off

Risk on



Tight risk asset valuations (despite the recent pullback), and low visibility on earnings and CB policies lead us to stay defensive.

與上個月相比的變化:

- 多元資產:較看好巴西本幣債與外匯;在獲得保護下,對美國久期保持樂觀態度。
- 固定收益:接近中性歐盟久期。
- 股票:對中國持中立態度;對巴西較為積極。

整體風險情緒是由各種投資平台表達並在環球投資委員會共享的對風險資產(信貸、股票、大宗商品)的定性觀點。我們的立場可能會進行調整,以反映市場和經濟背景的任何變化。



1. 今年迄今為止，美國經濟增長出乎意料地上升。您認為這種情況會持續下去嗎？歐洲呢？

我們將今年美國經濟增長預測從1.6%上調至2.1%，因為財政激勵措施有利於特定類別的更強勁投資。然而，我們仍然預計明年第一季將出現衰退，2023年第四季將出現放緩。在歐元區，衰退風險增加，我們預期2023年下半年和進入2024年的季度增長模式將疲軟。該地區應該避免經濟衰退，但對於個別國家卻不能這樣說。

投資後果：

- 對美國國債略持正面/接近中性的立場；對歐元利率持中性態度。
- 對美國高收益債券持謹慎態度。

2. 您如何看待今年及以後中國經濟活動的演變？

雖然我們小幅下調了今年對中國經濟增長的預測，但更重要的是，我們將2024-25年的數字分別從4.7%和3.9%下調至3.7%和3.4%。這反映出經濟正在向更低、更可持續的增長方向更快轉型。除了建築業放緩之外，服務業減速的情況亦令人擔憂。此外，政策制定者的痛點已經變得模糊，3-4%的增長似乎不會引發更實質的反應。

投資後果：

- 中國股票：下調至中性。
- 石油：布蘭特原油價格穩定在每桶85-90美元的目標附近。

3. 最新財報季的主要收穫是什麼？

第二季每股盈利增長為負，但勝於預期，無論是在美國（-3.4%相對-5.7%，與去年相比，七月初的預期）還是在歐盟（-5%相對-7.4%）。與歐洲相比，美國表現略優於歐洲，是此週期的首次，部分原因是經濟背景和美元疲軟，增加了美國企業的國際盈利收益。事實上，不包括能源產業，美國每股盈利增長3%，而非必需消費品是最大的驚喜，盈利增長達53.6%。

投資後果：

- 相對於美國股票，較喜歡日本股票（定價完美）。
- 在歐洲方面，我們保持中立；就產業而言，我們在週期性和防禦性之間保持平衡。

「中國經濟增長評級下調、美國經濟衰退風險以及歐洲增長乏力將進一步意味着歐洲央行和聯儲局在消除最後一波通脹的努力中仍將依賴數據。」



Monica DEFEND
東方匯理投資研究所所長

東方匯理資產類別觀點

	資產類別	目前觀點	與上月相比的變化	理由
股票平台	美國	-		股市近期回吐了部分漲幅，但估值仍很高，盈利收益預期過於樂觀。任何消費壓力和緊張的金融狀況都可能體現在企業盈利收益之中。我們保持謹慎態度。
	美國價值	+		該行業的估值具有支撐性，隨着收益率溫和上漲，價值的長期轉變得以維持。我們將價值與對具有足夠盈利收益潛力的優質企業的關注結合起來。我們亦看好大型銀行，因為我們相信，在每個週期中，大型銀行將繼續表現出較小的週期性，並將證明更持久。
	美國經濟增長	--		對經濟增長的高估，加上我們對流動性變化的擔憂，使我們對經濟增長持謹慎態度。金融環境的任何收緊都可能進一步損害市場情緒。
	歐洲	-/=		在軟數據疲軟的情況下，環球經濟增長放緩可能會影響週期性較強的歐洲市場。雖然我們預期經濟不會出現衰退，但我們仍保持略微謹慎，傾向選擇能夠維持利潤率並展現定價能力的實力雄厚的銀行和企業。
	日本	=		日本股市受惠於國內經濟活動的改善以及該國擺脫通貨緊縮的影響。我們看好價值股，但在環球經濟低迷的背景下，整體持中性態度。
	中國	=	▼	中國轉向更低、更可持續的增長模式需要一些短期調整。我們看到房地產、建築和服務業疲軟。因此，我們持接近中立的態度，並正在評估政府支援措施的潛力。
	新興市場（中國除外）	=/+		新興市場強勁的國內消費和出口帶來了機遇，但各地區之間存在巨大差異，凸顯了慎選的必要性。我們看好亞洲（印度）、拉丁美洲（巴西）和東歐的部分國家。巴西的估值具有吸引力，而印度則是消費和環球供應鏈變化的受益者。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		最近收益率的上升，加上我們對溫和衰退的預測，使我們對久期保持樂觀的看法。然而，由於通脹仍高於聯儲局目標、聯儲局最近的評論以及對發行量增加的擔憂，我們仍然非常主動。
	美國投資級公司債券	=/+		我們青睞擁有穩定現金流和應對當前環境能力的優質企業。例如，我們喜歡金融類股（而不是非金融類股），並認為一級市場提供了精選的機會。整體而言，我們保持對優質股的偏見。
	美國高收益公司債券	-		高收益估值偏緊，與我們的盈利收益和經濟前景不一致。該細分市場可能更容易受到信貸和流動性風險的影響，因此這些風險並不能彌補潛在的上行空間（如有）。我們保持謹慎態度。
	歐洲政府債券	=		儘管我們預計歐洲不會出現衰退，但經濟增長仍可能疲弱，而且整個地區可能存在差異。我們接近中立態度，但認為投資者應在戰術上管理立場，以根據歐洲央行的行動和通脹數據進行調整。在外圍債務方面，我們整體保持中立，對意大利持略微樂觀的態度。
	歐洲投資級公司債券	=/+		我們對投資級債券持略微樂觀態度，因為這些債券有能力產生穩定的現金流。我們特別喜歡有足夠資本緩衝的企業和金融業。
	歐洲高收益公司債券	-		在增長疲弱的情況下，對高收益債券的擔憂依然存在，但我們仍然需要區分低評級債務和優質債務。前者將更會受到金融狀況收緊、經濟放緩和潛在流動性問題的影響。
	中國政府債券	=		多元化分散投資仍然是中國債券的關鍵點，但我們對中國經濟的演變以及財政和貨幣支援措施對經濟增長的影響保持警惕。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		從中期角度來看，我們對新興市場債務持樂觀態度。硬通貨債券提供有吸引力的利差，由於利差水平有吸引力，我們更喜歡高收益而非投資級債券。整體而言，我們維持對財政實力雄厚、財政管理負責任的國家的選擇性立場。
	新興市場債券（當地貨幣）	+		強勁的經濟增長和通脹得到控制為本地貨幣債務帶來了利好的背景。寬鬆的貨幣政策進一步支持了我們對拉丁美洲的傾斜，巴西和智利最近降息證明了這一點。我們對任何潛在的地緣政治風險保持警惕。
其他	大宗商品			在中國經濟活動和環球貿易放緩的背景下，我們看到基本金屬定價面臨一些壓力。但鑑於目前整體估值合理，下行空間應該有限。我們將12個月的預測下調至每噸8700美元。金價受到美國實際利率的推動，我們認為上漲空間有限，這符合我們對溫和衰退的預期。
	外匯			自七月以來，美國經濟相對於其他國家的經濟增長出乎意料，從而提振了美元。但我們認為，聯儲局升息週期和美國通脹將在中期內推動美元走強。這兩項都顯示美元走弱。



負面

中立

正面

▼ 降級（與上個月相比）

▲ 升級（與上個月相比）

資料來源：東方匯理，截至2023年8月。對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育之用，並可能會有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。

尋找新興市場債券的多元化投資機會

最近我們看到了三個主要主題。首先，在強勁的投資和消費的支撐下，美國經濟一直保持韌性。但長期增長放緩的中國，其近期發展軌跡正顯示出疲軟跡象。第三，在拉丁美洲近期降息後，新興市場和發達市場央行之間的政策分歧變得更加明顯。在這種背景下，需要採取謹慎、多元化投資的立場，並為所有投資組合採取對沖措施。然而，投資者的目標應該是透過新興市場股票和債務從新興市場增長優勢和政策分歧中受益。

高信念投資意念

儘管盈利收益呈下降趨勢，發達市場股票估值仍然昂貴。任何反彈若要可持續，就必須與盈利收益增長相匹配，而盈利收益增長情況仍不確定。我們認為，到2024年，盈利收益可能會繼續面臨阻力，這凸顯了我們謹慎的發達市場立場。另一方面，我們對新興市場保持略為樂觀的態度，並對中國的增長及其對其他貿易關係密切的國家的潛在影響保持警惕。

我們對美國的久期持樂觀態度，由於強勁的經濟數據、美國債務供應過剩以及對聯儲局相對強硬的擔憂，十年期公債有一定的保護空間。我們亦相信美國和加拿大的牛市曲線會變得陡峭。在歐洲，由於宏觀數據疲軟且對歐洲央行鷹派陣營的支援力度較小，估值傾向於對久期採取略微積極的態度。同樣，瑞典債券應從脆弱的國內經濟中獲益，而意大利政府債券 (BTP) 與德國國債 (Bund) 之間

的利差則應從技術面的支撐性中獲益。另一方面，我們在環球收益率曲線上表現活躍，並認為英國十年期公債的表現可能會優於澳洲十年期公債。然而，我們對日本政府債券持謹慎態度。

在我們預期央行降息的前提下，在新興市場方面，我們對債券持樂觀態度，並對巴西持稍為樂觀的態度。我們對捷克政府債券 (對沖) 亦持樂觀態度。

在發達市場的信貸方面，基本面好壞參半，美國高收益利差收緊，這與可能影響流動性和企業未來籌集資金能力的緊張財務狀況不符。因此，我們保持防禦。

外匯方面，由於巴西政治風險下降，我們上調雷亞爾兌美元的正面看法，並對墨西哥兌歐元和印度盧比兌離岸人民幣保持樂觀。在發達市場方面，我們看空英鎊，但看好日圓 (相對於歐元和瑞郎)，因為日圓具有避險特性。隨著聯儲局放緩升息步伐，美元應會走弱。

風險與對沖

我們認為投資者應該維持對風險資產的投資組合保護，由於盈利收益和經濟前景的可見度較低。另一方面，黃金繼續提供多元化和抵禦經濟衰退和地緣政治危機的保護。但我們承認，由於估值收緊以及近期實際收益率的上升，短期內的上漲空間有限。



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管



John O'TOOLE
多元資產投資解決方案

「雖然現在還不是增加風險的時候，但投資者可以在新興市場債券領域尋找收入機會。」

東方匯理資產縱橫信念

■ 當前立場 ● 與上月相比的變化

		---	--	-	=	+	++	+++
股票	發達市場			■				
	新興市場					■		
信貸				■				
久期	發達市場					■		
	新興市場					■		
石油					■			
黃金						■		

資料來源：東方匯理。根據最近環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的跨資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向 (+/-) 和信念強度 (+/+ / +++)。本評估可能會發生變化，並包括對沖成分的影響。FX=外匯；IG=投資級債券；HY=高收益債券；CB=各國央行；BTP=意大利政府債券。

尋找盈利收益質素、 資產負債表實力



Fabio DI GIANANTE
大型股票部主管



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

「目前的獲利預期看起來過於樂觀，但隨着市場感受到經濟放緩的壓力，這種情況可能會改變。」

整體評估

歐洲股票。當我們進入第二季財報季時，估值很高，因此我們特別關注管理層的溝通。我們預期管理層現在在傳達訊息時將更加謹慎，這與謹慎的軟數據一致。在最新的財報中，銀行的業績超出預期，原因是受益於利率上升。然而，消費者相關產業等領域卻受到了影響。儘管如此，我們仍維持槓鈴策略，重點關注防禦性（結構性贏家的消費必需品）和週期性企業，例如金融/零售銀行，因為其資產負債表穩健。此外，建築相關的企業表現強勁，投資人可考慮鎖定業績。毫不奇怪，科技等某些行業的價格較高，我們對此持謹慎態度。

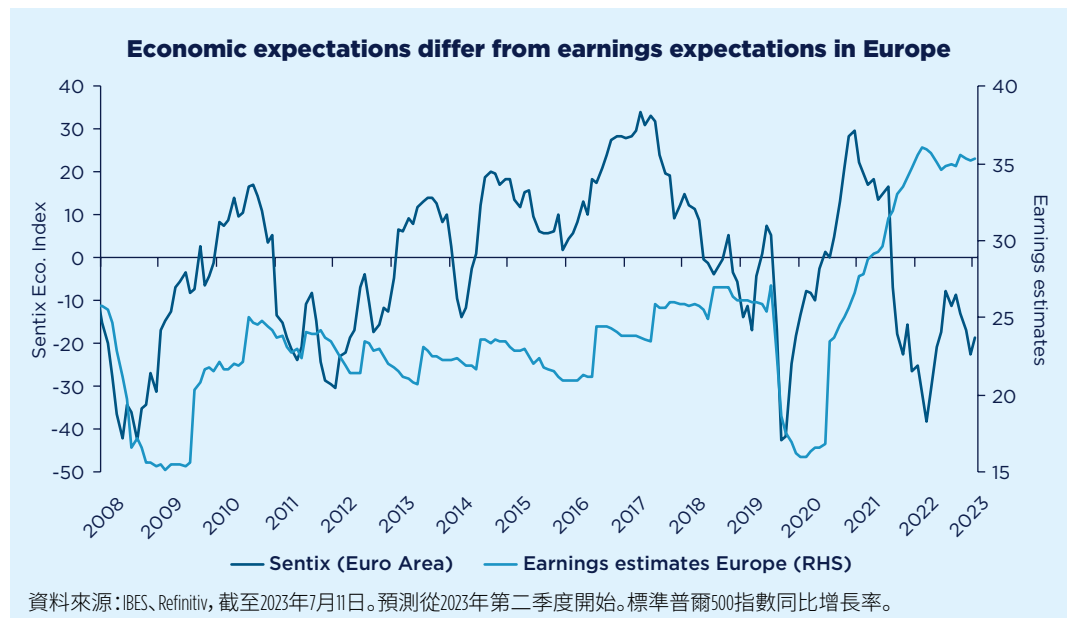
美國股票

政府的財政刺激幫助了消費者，但我們認為過剩的儲蓄可能會消失。市場的定價完美，但並沒有反映出這一點。雖然我們對大盤股/增長股保持謹慎態度，但我們較喜歡以合理估值進行防禦性、優質和價值投資交易。我們亦注意到股票內部相關性已經下降，這對選

擇是正面的。在產業層面，我們看好擁有強大資本緩衝的大型銀行。在最近的降級之後，這一點變得更加重要。有趣的是，就該行業正在進行討論的新資本規則以及衰退/信貸風險使得擁有銀行的重要性不像以前那麼明顯，但我們關注的是擁有穩定存款基礎且處於技術領先地位的企業。此外，我們看好能源、材料和生命科學工具。我們亦注意到，儘管我們對勞動市場疲軟仍然保持警惕，但製藥、醫療技術和消費零售領域正變得越來越吸引。

新興市場股票

新興市場的特徵是估值有吸引力和盈利收益復甦預期，但中國和美國增長放緩要求我們有所選擇。我們喜歡巴西（比以前較喜歡巴西）和印度。巴西已開始貨幣寬鬆，農業亦推動了經濟增長，而印度仍然是供應鏈變革的受益者，內部政策正在刺激增長。在中國方面，由於結構性挑戰，市場情緒變得悲觀，尤其是房地產和非必需品領域，導致我們在戰術上保持中立。



聚焦債券：投資級信貸金 融股受到青睞

整體評估

儘管經濟增長的陰雲依然存在，但黏性核心通脹仍高於央行的舒適水平。這造成了政策不確定性，並要求對政府債券的久期採取靈活的立場，鑑於我們對經濟放緩的預期，我們亦傾向於發展發達市場和新興市場信貸的質素。

環球及歐洲固定收益

歐洲央行不願這麼快放棄對抗通脹的鬥爭，並將繼續依賴數據來維持受利率限制的選擇。這種方法讓我們在久期上保持積極和戰術性，目前我們整體上持稍微謹慎/接近中性的立場：對歐洲核心國家持謹慎態度，對日本持明顯防禦態度。另一方面，我們對意大利政府債券 (BTP) 持樂觀態度，但對歐洲外圍國家債務整體持中立態度。歐元區增長預期低迷以及中國復甦放緩的影響，導致我們對低質高收益企業信貸保持謹慎傾斜。然而，我們看好投資等級債券和次級債，從產業角度來看，我們更傾向於金融業。我們認為金融業的基本面強勁：我們喜歡擁有強大資產負債管理並受益於較高利率環境的銀行。

美國固定收益

最近的收益率走勢為久期管理創造了積極的背景，在我們對經濟活動放緩的擔憂之際，我們仍保持輕微的樂觀態度。不過，我們現在在美國國債曲線的中間部分看到較多價值。在證券化信貸方面，我們認為抵

押貸款市場狀況良好，因為多種因素（人口結構、住房供應量低等）的綜合作用導致房價具有黏性。如果勞動力市場放鬆，消費者需求可能會出現一些裂縫。恢復學生貸款支付和消耗消費者過剩儲蓄，可能會對消費造成壓力。因此，我們在抵押貸款支持證券 (MBS) 方面保持主動，並正在監控利率波動以及技術方面，例如量化緊縮。在企業信貸方面，我們對估值（尤其是高收益估值）持選擇性和謹慎態度。整體而言，我們看好投資級債券而非高收益債券，而金融類投資優於非金融類投資。

新興市場債券

新興市場債務前景由通脹放緩、新興市場強勁增長和日益加劇的分歧而決定。雖然我們對美元保持警惕，但我們對本地貨幣債務保持樂觀態度，卻有選擇性地青睞巴西、墨西哥和智利等拉丁美洲國家。在中國方面，我們持謹慎態度，尤其是房地產業，現階段我們預期不會有重大政策支持。我們亦看好硬通貨債務，因為其捕獲套利強勁，而相比投資級，我們較為看好高收益債務。

外匯

儘管美元收復了一些失地，但從週期性角度來看，中期路徑顯示美元走弱。我們看好新興市場外匯，尤其看好印度盧比、印尼盧比和高收益拉丁美洲外匯，例如墨西哥比索和巴西雷亞爾



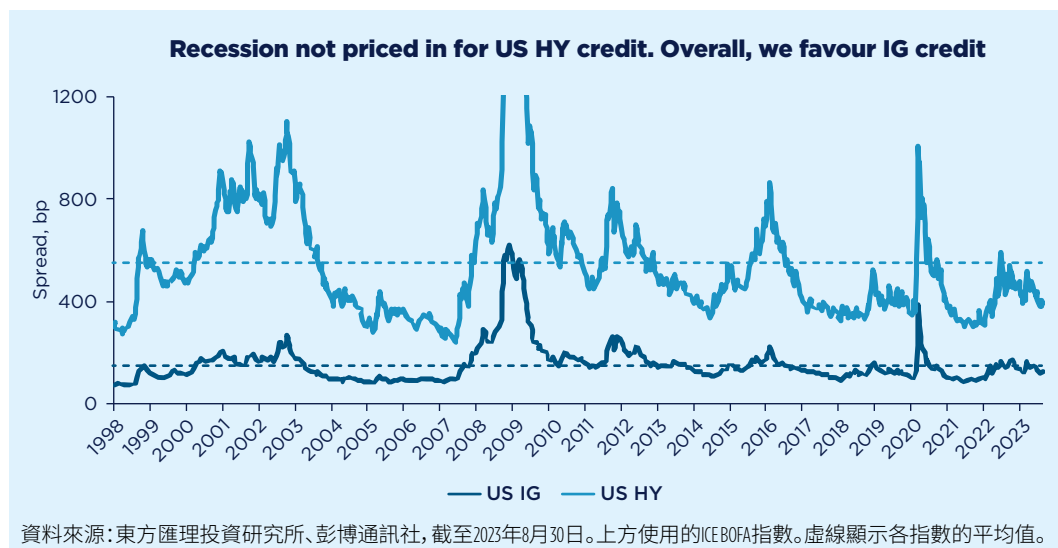
Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監



「在信貸方面，我們看好投資級債券，因為高收益債券的估值並不能完全補償投資者因經濟放緩和緊縮狀況帶來的風險。」



宏觀經濟預測

宏觀經濟預測, 截至2023年9月01日

全年平均值 (%)	實際國內生產總值同比增長 (%)			通脹 (消費物價指數, 按年, %)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
發達國家	2.6	1.4	0.6	7.4	4.7	2.5
美國	2.1	2.1	0.3	8.0	4.0	2.5
歐元區	3.4	0.6	0.5	8.4	5.6	2.6
德國	1.9	-0.2	0.4	8.7	6.3	2.7
法國	2.5	0.9	0.5	5.9	5.6	2.7
意大利	3.8	0.9	0.5	8.7	6.3	2.2
西班牙	5.5	2.1	0.7	8.3	3.3	2.4
英國	4.1	0.5	0.5	9.0	7.4	2.9
日本	1.0	2.0	1.3	2.5	3.3	2.2
新興市場	3.9	4.0	3.6	8.7	6.1	5.5
中國	3.0	4.9	3.7	2.0	0.5	1.4
印度	6.9	6.4	5.8	6.7	6.3	6.0
印尼	5.3	5.2	4.8	4.2	3.8	3.4
巴西	2.9	2.6	1.4	9.3	4.7	3.8
墨西哥	3.0	3.3	1.4	7.9	5.4	4.0
俄羅斯	-2.1	2.1	1.5	13.8	5.9	5.6
南非	1.9	0.4	0.6	6.9	5.7	4.8
土耳其	5.5	2.8	3.9	72.0	51.5	50.4
世界各地	3.4	2.9	2.4	8.2	5.5	4.3

央行官方利率預測

	2023年9月15日	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國*	5.50	5.50	5.65	4.25	5.12
歐元區**	4.00	4.00	3.92	3.25	3.58
英國	5.25	5.50	5.90	4.75	5.75
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
中國***	3.45	3.45	3.40	3.45	3.40
印度****	6.50	6.50	6.40	6.25	6.00
巴西	13.25	10.75	10.75	9.00	9.40
俄羅斯	12.00	12.00	11.00	9.00	9.50

資料來源: 東方匯理投資研究所。預測數字截至2023年09月15日。CPI: 消費者價格指數。*: 聯邦基金目標區間上限。**: 存款利率。***: 一年期貸款最優惠利率。****: 回購率。



金融市場預測

債券孳息

兩年期債券孳息預測 (%)

	2023年9月15日	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	5.03	4.20-4.40	4.66	3.80-4.00	4.35
德國	3.20	2.60-2.80	2.80	2.40-2.60	2.50
英國	5.01	4.30-4.50	4.62	4.10-4.30	4.50
日本	0.03	0.10-0.20	0.12	0.20-0.40	0.18

十年期債券收益率預測 (%)

	15/9/2023	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	4.32	3.70-3.90	4.29	3.60-3.80	4.25
德國	2.65	2.40-2.60	2.61	2.30-2.50	2.58
英國	4.34	3.80-4.00	4.31	3.70-3.90	4.31
日本	0.72	0.50-0.70	0.82	0.60-0.80	0.91

匯率

	7/9/2023	東方匯理 23年第四季	市場共識 23年第四季	東方匯理 24年第二季	市場共識 24年第二季
歐元/美元	1.07	1.12	1.09	1.18	1.12
歐元/日圓	158	156	154	155	149
歐元/英鎊	0.86	0.87	0.87	0.89	0.88
歐元/瑞士法郎	0.95	0.98	0.97	1.04	0.98
歐元/挪威克朗	11.46	11.82	11.25	11.40	10.95
歐元/瑞典克朗	11.92	11.99	11.60	11.75	11.35
美元/日圓	147	140	140	132	134
澳元/美元	0.64	0.67	0.66	0.70	0.69
紐元/美元	0.59	0.60	0.60	0.62	0.63
美元/人民幣	7.33	7.20	7.20	6.90	7.00

資料來源：東方匯理投資研究所。預測數字截至2023年09月07日。

東方匯理投資研究所

在一個日益複雜和不斷變化的世界中，投資者需要加深了解環境和投資實踐的演變，以便設定資產配置並幫助構建自己的投資組合。

這種環境跨越經濟、金融、地緣政治、社會和環境各個方面。為幫助滿足這一需求，東方匯理創立了東方匯理投資研究所。這個獨立研究平台將東方匯理的研究、市場策略、投資主題和資產配置諮詢活動集於東方匯理投資研究所一身。其目標是製作和傳播研究和思想領導力刊物，為投資團隊和客戶的利益進行預測和創新。

年中展望：機遇不僅僅存在於艱難的增長之路上



瀏覽東方匯理研究中心，深入探索東方匯理的投資見解



資產類別回報預測 = 2023年第三季度



央行數碼貨幣 (CBDC)：項目計劃和爭論的去向如何？



Outerblue Convictions - 環球投資觀點：進入秋季，分歧仍然存在



環球投資觀點 = 2023年8月號



美國信用評等下調：投資影響



Outerblue 座談研究——與70年代的相似之處。漫長而曲折的道路還在繼續

追蹤本行動態：



僅供專業投資者使用的營銷材料

重要資訊

本文件僅供參考。

本文件並不構成出售要約、購買要約邀請或任何證券或任何其他產品或服務之推薦。所引用的任何證券、產品或服務可能未在您所在司法管轄區的相關當局註冊出售，並且可能不受您所在司法管轄區的任何政府或類似機關的監管或監督。

本文件所載之任何資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。

此外，本文件中的任何內容均不旨在提供稅務、法律或投資建議。

除非另有說明，否則本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS)，截至2023年09月15日。多元化分散投資並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS) 的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。

此外，在任何情況下，參與本文件製作的任何人均不對任何直接、間接、特殊、偶然、懲罰性、後果性 (包括但不限於利潤損失) 或任何其他損害承擔任何責任。

首次使用日期: 2023年9月15日。

本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司 (SAS)，資本為1,143,615,555歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GPO4000036；總部地址: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

照片提供: © iStock - Getty Images Plus - Narvikko.

東方匯理投資研究所撰文者

Valentine AINOUIZ
環球固定收益策略主管、CFA

Alessia BERARDI
新興市場宏觀與策略研究部主管

Jean-Baptiste BERTHON
高級跨資產策略師

Sergio BERTONCINI
固定收益高級策略師

Didier BOROWSKI
宏觀政策研究部主管

PoI CARULLA
投資洞察與客戶部專家

Federico CESARINI
發達市場外匯主管、跨資產研究策略師

Ujjwal DHINGRA
投資洞察與客戶部專家

Silvia DI SILVIO
跨資產研究部策略師

Patryk DROZDZIK
高級新興市場宏觀策略師

Delphine GEORGES
固定收益高級策略師

Karine HERVÉ
高級新興市場宏觀策略師

Claire HUANG
高級新興市場宏觀策略師

Éric MIJOT
環球股票策略部主管

Lorenzo PORTELLI
跨資產策略部主管、意大利東方匯理研究部主管

Mahmood PRADHAN
環球宏觀經濟部主管

Anna ROSENBERG
地緣政治部主管

Annalisa USARDI
高級經濟師、CFA

Sosi VARTANESYAN
高級主權分析師

主編

Monica DEFEND
東方匯理投資研究所所長

Vincent MORTIER
集團投資總監

編輯

Claudia BERTINO
東方匯理投資洞察及刊印部主管

Laura FIOROT
投資洞察與客戶部主管

常務副編輯

Francesca PANELLI
投資洞察與客戶部專家

Tristan PERRIER
宏觀經濟學家兼投資洞察部專家

Gianluca GALLARATE
投資洞察與出版部